



Research and
Development Center

AI 赋能服装产业链，谷歌引入 AI 在线购物工具

—— 纺织服装行业周报

2023 年 7 月 10 日

证券研究报告

行业研究

行业周报

纺织

投资评级 看好

上次评级 看好

汲肖飞 纺织服装首席分析师
执业编号: S1500520080003
邮箱: jixiaofei@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

AI 赋能服装产业链，谷歌引入 AI 在线购物工具

2023 年 7 月 10 日

本期内容提要:

- **本周行情回顾:** 本周上证综指、深证成指、沪深 300 涨幅分别为-0.17%、-1.25%、-0.44%，纺织服装板块涨幅为-0.40%，位居全行业第 19 名。恒生指数周涨幅为-2.91%，耐用消费品与服装板块涨幅为-3.20%。A 股纺织服装个股方面，本周涨幅前五位分别为新野纺织、泰慕士、华利集团、ST 步森、ST 摩登；跌幅前五位分别为*ST 中潜、ST 柏龙、老凤祥、潮宏基、萃华珠宝。港股耐用消费品与服装板块涨幅前五位分别为佐丹奴国际、晶苑国际、裕元集团、九兴控股、德永佳集团；跌幅前五位分别为千百度、特步国际、李宁、滔搏、六福集团。
- **行业动态:** 1) 2022 年巴黎男装品牌 Ami 收入 2.3 亿欧元，三年复合增速或将达 87.31%，23 年收入目标为超过 3 亿欧元，中国市场持续扩张。2) AIGC 将为服装行业的商品企划、产品设计、零售终端等环节带来改变，未来 3 到 5 年帮助服装等行业营业利润创造至少 1500 亿美元增量。3) 谷歌将生成式 AI 技术引入在线购物工具，推出消费者虚拟试穿功能。
- **上市公司公告:** 1) 万里马股东深圳东方合盈私募证券投资基金拟减持万里马股份不超过 405 万股，占总股本的 1%。2) 盛泰集团股东雅戈尔服装完成减持计划，累计减持公司股份 566.60 万股，减持后持股比例为 16.85%。3) 欣贺股份聘任熊希为公司副总经理。4) 雅戈尔股东雅戈尔控股及一致行动人首次增持后拟继续增持雅戈尔股份，首次增持与后续增持比例合计不超过总股本的 2%。5) 天创时尚股东青岛禾天截止 2023 年 6 月 30 日累计减持公司股份 419.70 万股，占公司总股本的 1%。6) 水星家纺累计回购公司股份 246.65 万股，占公司总股本的 0.92%。
- **行业数据跟踪:** 1) 截至 23 年 7 月 7 日，中国 328 级棉价为 17419 元/吨，周涨幅为 0.66%，Cotlook 价格指数市场价为 91.75 美分/磅，周涨幅为 3.21%。近期下游纺企采购需求偏弱，但商业库存持续下滑叠加棉花减产预期，国内棉价震荡上行。国际棉价方面，美国棉花实播面积同比减少，供应端偏紧支撑美棉价格。但下半年美联储两次加息预期令美元指数整体延续偏强走势，我们预计未来将对美棉价格形成一定的压力（引用自“生意宝”）。2) 2023 年 5 月国内服饰鞋帽针纺织品零售额为 1076 亿元，同比增长 12.26%，两年平均复合增速为-2.41%。5 月份消费需求进入稳健复苏阶段，呈现温和向好态势，相对于 21 年同期仍有小幅下降。
- **投资建议:** 我们认为要持续关注服装企业下游需求和库存表现，防疫政策调整后港股优质服装公司股价率先反弹，短期估值率先修复，关注 2023 年基本面拐点。我们建议把握两条主线：服装板块，一方面服装行业精细化运营能力强、直营渠道占比高、供应链柔性化的优质公司管理能力强，有望率先恢复增长；另一方面受益于高景气度延续

和国潮崛起，运动鞋服细分赛道有望率先恢复业绩增长，重点关注安踏体育、李宁、特步国际、波司登。此外关注 AI 相关应用服装公司，重点关注优质卖家华凯易佰，结合 AIGC 技术公司不断提升运营效率，成长空间较大，近期人民币汇率贬值、亚马逊物流政策变化利好公司发展。关注中高端女装龙头锦泓集团，防疫政策优化后，公司收入恢复增长，销售、财务费用逐步优化，释放业绩弹性。纺织板块，23 年伴随海外去库，需求有望逐步回暖，出口占比较高的纺织企业有望受益于下游需求景气度的提升。色纱龙头富春染织盈利水平修复、产能快速扩张、业绩增长有望加速；毛纺龙头南山智尚精纺呢绒面料产线改造、服装产线智能化升级，以提升产品结构向高附加值方向延伸，新材料二期产能于 23 年逐步投产，有望增厚公司业绩，重点关注。

➤ **风险因素：**终端消费疲软风险、人民币汇率波动风险。

目 录

本周行情与观点	5
纺织服装在板块涨幅排名位列第 19 名	5
本周行业动态	6
新闻一：法国潮牌 Ami 预期年营收破 3 亿欧元，中国市场做了大贡献	6
新闻二：AIGC 风暴来袭：4 万亿服装产业掀起巨浪	7
新闻三：谷歌在线购物引入生成式 AI，虚拟试穿成最新潮流	11
行业数据跟踪	12
上游数据跟踪：商业库存下滑、减产预期之下，国内棉价震荡上行	12
下游数据跟踪：5 月服装零售温和增长，CAGR2 为-2.41%	13
越南数据跟踪：6 月越南纺织品鞋类出口降幅放缓，下半年有望走出低谷	14
上市公司公告	15
重点公司估值	16
风险因素	16

表 目 录

表 1：上市公司重点公告	15
表 2：重点公司 EPS 预测及估值对比	16

图 目 录

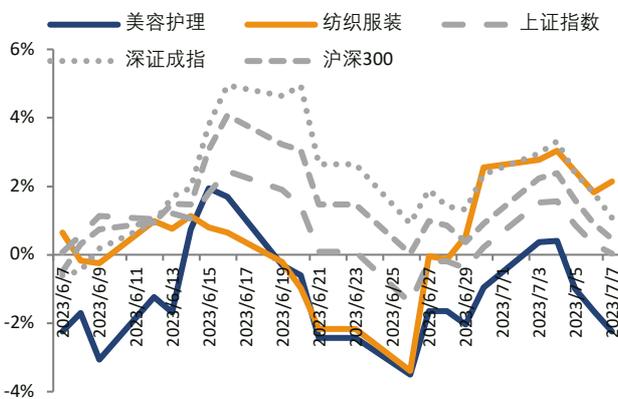
图 1：近一月纺织服装、美容护理板块表现情况	5
图 2：A 股行业板块近一周表现情况（%）	5
图 3：近一周 A 股纺服板块涨幅、跌幅前十位公司（%）	5
图 4：近一周港股纺服板块涨幅、跌幅前十位公司（%）	5
图 5：国内 328 级棉价变化情况（元/吨）	12
图 6：CotlookA 价格指数变化情况（美分/磅）	12
图 7：粘胶短纤价格变化情况（元/吨）	13
图 8：涤纶长丝价格变化情况（元/吨）	13
图 9：棕榈油价格变化情况（元/吨）	13
图 10：LDPE 价格变化情况（元/吨）	13
图 11：美元兑人民币即期汇率变化情况	13
图 12：中国进口牛皮革平均价格变化情况（美元/吨）	13
图 13：国内服装鞋帽纺织品零售额增速变化情况（亿元）	14
图 14：国内化妆品零售额增速变化情况（亿元）	14
图 15：中国纺织制品出口额增速变化情况（万美元）	14
图 16：中国服装出口额增速变化情况（万美元）	14
图 17：越南纺织品出口额及增速变化情况（百万美元）	15
图 18：越南鞋类出口额及增速变化情况（百万美元）	15

本周行情与观点

纺织服装在板块涨幅排名位列第 19 名

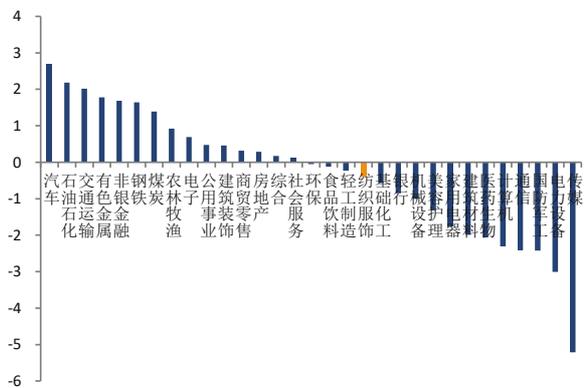
本周上证综指、深证成指、沪深 300 涨幅分别为-0.17%、-1.25%、-0.44%，纺织服装板块涨幅为-0.40%，其中纺织板块上涨 1.61%，服装板块下跌 0.34%，从行业板块涨跌排名来看，本周纺织服饰板块位列第 19 名。恒生指数周涨幅为-2.91%，耐用消费品与服装板块涨幅为-3.20%。A 股纺织服装个股方面，本周涨幅前五位分别为新野纺织、泰慕士、华利集团、ST 步森、ST 摩登，涨幅分别为 20.56%、12.68%、8.76%、7.28%、4.63%；跌幅前五位分别为*ST 中潜、ST 柏龙、老凤祥、潮宏基、萃华珠宝，跌幅分别为 17.11%、9.51%、8.79%、7.63%、6.80%。港股耐用消费品与服装板块涨幅前五位分别为佐丹奴国际、晶苑国际、裕元集团、九兴控股、德永佳集团，涨幅分别为 8.98%、5.39%、5.27%、4.05%、3.36%；跌幅前五位分别为千百度、特步国际、李宁、滔搏、六福集团，跌幅分别为 21.02%、8.77%、7.47%、6.04%、6.03%。

图 1：近一月纺织服装、美容护理板块表现情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：A 股行业板块近一周表现情况 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：近一周 A 股纺织服装板块涨幅、跌幅前十位公司 (%)

	周涨幅前十	周跌幅前十	
新野纺织	20.56	*ST中潜	-17.11
泰慕士	12.68	ST柏龙	-9.51
华利集团	8.76	老凤祥	-8.79
ST步森	7.28	潮宏基	-7.63
ST摩登	4.63	萃华珠宝	-6.80
上海三毛	4.39	浪莎股份	-6.78
锦泓集团	3.96	周大生	-6.13
*ST雪发	3.84	洪兴股份	-5.61
海澜之家	3.78	太平鸟	-5.54
华生科技	3.56	恒辉安防	-5.32

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：近一周港股纺服板块涨幅、跌幅前十位公司 (%)

	周涨幅前十	周跌幅前十	
佐丹奴国际	8.98	千百度	-21.02
晶苑国际	5.39	特步国际	-8.77
裕元集团	5.27	李宁	-7.47
九兴控股	4.05	滔搏	-6.04
德永佳集团	3.36	六福集团	-6.03
慕尚集团控股	3.00	都市丽人	-5.41
APOLLO出行	2.56	维珍妮	-5.26
申洲国际	0.47	超盈国际控股	-4.67
拉夏贝尔	0.00	安踏体育	-3.44
		周大福	-3.41

资料来源：Wind，信达证券研发中心

服装方面，当前行业去库存接近尾声，去年市场担心疫情反复，对于消费预期较低，板块调整幅度较大。2022 年 11 月防疫政策调整后优质服装品牌估值持续修复，目前看多数公司已恢复至合理水平。2023 年 1-2 月春节销售旺季结束，且去年收入基数相对较高、北京冬奥会催化运动鞋服需求，1-2 月综合看服装鞋帽零售同比个位数增长，防疫调整后服装消费有所修复，3-4 月份服装需求表现环比持续提升。23Q2 收入基数降低、消费进一步修复，业绩有望继续上行。我们预计进入 5-6 月受整体消费环境较为疲软影响，服装消费增速环比有所放缓，品牌端收入增速下降。此外近期具备 AI 相关应用的服装企业关注度提升，服装企业有望通过 AI 改造实现产业链底层逻辑变革，打造适销商品、进一步降低运营成本。

我们认为要持续关注服装企业下游需求和库存表现，防疫政策调整后港股优质服装公司股价率先反弹，短期估值

率先修复，关注 2023 年基本面拐点。我们建议把握两条主线：服装板块，一方面服装行业精细化运营能力强、直营渠道占比高、供应链柔性化的优质公司管理能力强，有望率先恢复增长；另一方面受益于高景气度延续和国潮崛起，运动鞋服细分赛道有望率先恢复业绩增长，重点关注安踏体育、李宁、特步国际、波司登。此外关注 AI 相关应用服装公司，优质卖家华凯易佰数据表现良好，结合 AIGC 技术公司不断提升运营效率，成长空间较大。关注中高端女装龙头锦泓集团，防疫政策优化后，公司收入恢复增长，销售、财务费用逐步优化，释放业绩弹性。

上游纺织企业方面，22H2 受全球海外高通胀影响下游需求疲软，业绩表现环比上半年有所下滑。23 年伴随海外去库，需求有望逐步回暖，出口占比较高的纺织企业有望受益于下游需求景气度的提升。近期印染行业下游需求修复、纺企补库存预期下，棉价有望筑底企稳，色纱龙头富春染织盈利水平有望得到修复，叠加公司产能快速扩产，业绩增长有望加速。此外毛纺龙头南山智尚积极推进精纺呢绒面料产线改造、服装产线智能化升级，以提升产品结构向高附加值方向延伸，新材料二期产能于 23 年逐步投产，有望增厚公司业绩。关注优质行业龙头华利集团、申洲国际，关注色纱行业龙头富春染织、毛纺行业龙头南山智尚。

本周行业动态

新闻一：法国潮牌 Ami 预期年营收破 3 亿欧元，中国市场做了大贡献（界面新闻 2023/07/06）

7 月 6 日，有小红书城市商业博主发帖称，法国设计师品牌 Ami Paris（以下简称“Ami”）围挡出现在广州天环广场一层核心铺位，该店开业后，将成为广州及华南市场首店。不久前，Ami 武汉首店、重庆第二家门店也已围挡。

这些迹象表明，对线下开店向来谨慎的 Ami 仍在加速扩张中国市场，以实现其 2023 年的高额营收目标。6 月底，Ami 首席执行官 Nicolas Santi-Weil 在接受意大利时尚媒体 MF Fashion 采访时透露，Ami2023 年的营收目标是超过 3 亿欧元，其在 2022 年和 2021 年的收入分别为 2.3 亿和 1.3 亿欧元，与 2019 年的 3500 万欧元相比，已翻数倍。

Ami 由设计师 Alexandre Mattiussi 于 2011 年创立，产品定位在轻奢的千元级别，主打轻松、日常的设计风格，并靠桃心 A 的标志性 logo 建立起了品牌辨识度。

不同于一些在本土市场站稳脚跟后再向海外扩张的品牌，Ami 自创立伊始便有着超越法国和欧洲的野心。Ami 早年主要靠男装批发起家，在成立的前五年内，相继在东京、伦敦和香港开设线下门店，逐步发展为全球性时尚品牌。

截至目前，Ami 的销售点已遍布全球 123 个国家的 700 家商店。其中，品牌直营的精品店主要分布在亚洲市场，中国占据了 17 家，日本和韩国分别有 15 家和 12 家。

Nicolas 在前述采访中直言，不依赖单一市场是 Ami 近年来业绩表现不俗的秘诀，而众多海外市场中，“中国绝对是最重要的市场和目的地”。2018 年，Ami 在北京开设了中国大陆的首家旗舰店，并在次年将 Ami 的海外首秀落地上海。

2021 年底，Nicolas 在接受《福布斯》采访时表示，Ami 门店中表现最好的是中国市场。彼时，Ami 已开设了 8 家门店，销售额同比增长了 300%。

对 Ami 而言，2021 年的另一个重要里程碑是获得了红杉中国基金的控股性投资，成为其首个国际并购项目。

尽管对资本抱持开放态度的 Ami 早已获得过欧洲投行和私募基金的投资，红杉并非其唯一重要的股东，但在财务支持外，红杉还为 Ami 提供了专业知识上的帮助。此后，Ami 明显加快了在中国和全球的业务布局。

但 Ami 对线下拓店十分谨慎，主要通过电商渠道布局零售网络，并以此作为开设线下店的决策依据。在亚洲市场外，Ami 目前仅在英国和美国分别拥有 1 家和 3 家直营店，但其官网显示的送货范围几乎覆盖除俄罗斯和乌克兰外的全球地区。

逐年攀升的业绩表明，背靠资本的 Ami 把钱花在了正确的地方，其在全球市场和销售渠道的布局策略成效显著。但另一方面，这也离不开其产品和品牌对终端消费者的吸引。

Ami 主打简约的法式时尚风格，并由最初只做男装发展到兼顾男装、女装和配饰等多品类。其 2019 年才推出首个女装系列，如今销售额的 20% 由女装贡献。

在表现尤佳的亚洲市场，Ami 则主要依靠社交媒体营销塑造品牌力。Nicolas 曾公开表示，Ami 在中国的业绩并不纯粹由市场机会拉动，品牌与本地文化和知名人士的联系在拉动新消费者中起到重要作用。

Ami 官方微博曾官宣韩国演员崔宇植为全球品牌大使，众多国内外明星、时尚 KOL 也是其品牌挚友。Ami 也常作为明星私服出现在社交媒体中，很大程度上提升了其在大众市场中的知名度和时尚感。

但与之伴随而来的也有质疑。在小红书等社交媒体上，不乏消费者反馈，除了带有“桃心 A”logo 的卫衣等爆品外，Ami 其他产品的设计和品质都并不出彩。也正因如此，其产品的仿造门槛并不高，导致低价假货和山寨品牌泛滥，一定程度上加速了消费者的审美疲劳，也稀释了品牌价值。

作为没有历史文化积淀的年轻品牌，缺少故事可讲的 Ami 当下还只是靠流行爆品吸引消费者。但在流行趋势快速更迭的当下，潮流不会一直宠幸同一个品牌，曾红极一时又过气的品牌并不少见。如何培养消费者对品牌的忠诚度，是 Ami 在实现快速增收的目标下必然要考虑的问题。

新闻二：AIGC 风暴来袭：4 万亿服装产业掀起巨浪（亿邦动力 2023/07/07）

AIGC 大热后，设计师林俐和版师张宇都觉得自己混得比对方惨，经营模特摄影工作室的“浪猪灰头”也觉得正在失去生意。

4 万亿服装行业，正在被新一波 AI 技术改变，且冲击和机遇并存——麦肯锡分析，未来 3 到 5 年，生成式 AI 可能会帮助服装、时尚及奢侈品行业的营业利润创造 1500 亿美元的增量，乐观估计可高达 2750 亿美元。

亿邦动力注意到，AIGC 对服装行业的影响主要集中于商品企划、产品设计、零售终端三个环节，AIGC 提升设计师效率、数字人+3D 服装给消费者带来新体验，这些新内容都将给服装行业带来新机会。

只不过，要想解决行业内从设计到生产到营销多环节的难题，并非易事。服装行业也曾经过几轮 AI 洗礼，从 RNN（递归神经网络，1990 年提出）到 GAN（生成对抗网络，2014 年提出）到如今的 Diffusion（扩散模型），每一波 AI 都试图打通整个产业链。那么，这一轮生成式 AI 会对服装行业产生哪些影响？AIGC 将影响哪些岗位就业？AI 能力外溢到供应链，能够产生多大影响？

01

设计师、版师、模特，谁被冲击？

1 AIGC 干不掉设计师

设计师和版师是服装设计中的主要岗位，一个负责将天马行空的灵感变成一张张图纸，一个负责将图纸变成样衣。

Midjourney 和 Stable Diffusion 一度给设计师林俐带来很大的职业生涯危机，输入提示词，5 秒内生成六张设计图，还可以不停更新。林俐从事快时尚设计快 5 年，见过不少设计高手，还是被 Stable Diffusion 的生成效果惊艳了一把，“关键是速度快且量大，感觉分分钟要失业。”

“上新”是快时尚的命脉，品牌企业对创造力和效率有极致追求。坚持用了半年 Midjourney 和 Stable Diffusion，林俐放心下来，“大模型确实在生成速度上远超设计师，但 AIGC 只是一个素材生成方式，输入什么提示词，需要哪些元素，到底要用哪张，这些都需要我们来做选择。我现在的灵感图都由 AIGC 完成，效率大概提升了 3 倍。”

而且，AIGC 目前只是在单款服装的设计上提供了灵感。除了单款设计，设计师还需要做一些系列企划——比如当季主推的款有哪些系列，哪些款式搭配起来好看，常规款和主推款怎么搭配。甚至这些款式在门店的陈列，都

得在设计师企划时去规划——主推款式放在什么位置，效果如何，在门店如何陈列。显然这些工作内容都超出 AIGC 的范围。

“单从款式设计上来说，其实绝大多数服装企业都有自己的版型基础，也就是大体‘规矩’，在这个‘规矩’内，设计师会去判断用什么样的颜色、辅料、装饰性元素。AIGC 就是在这个环节给出灵感和帮助。”林俐补充。

AIGC 到底能帮服装设计师做什么？知衣科技创始人兼 CEO 郑泽宇认为主要有三方面：

第一，提供灵感。

第二，快速生成出大量符合提示词的图片。

第三，降低设计的成本，提高设计的精度和投产效率比。

“但目前 AIGC 能够达到的效果只有第二点，第一和第三步还在测试中，1-2 年内实现还有困难。”郑泽宇补充。

郑泽宇也认为，AIGC 还远远谈不上取代设计师，“AIGC 只是一个素材生成方式，判断这些图是否是设计师或品牌方想要的，到底用哪张，这才是最重要的问题。”

2 20 年后再无版师？

AIGC 取代不了设计师，但可以取代版师。这是凌迪科技 Style3D 首席科学家王华民对本轮 AI 的预判。

版师指从事服装制版工作的人，制版在整个服装生产流程中承上启下——对上，要和设计师沟通样衣的工艺细节；对下，要向样衣工或生产工厂交代缝制样衣的注意事项，把控样衣（非大货）质量。

一件衣服的设计图出来后，还得经历“打版-修改-再打版-再修改”的过程。“有时候一个装饰是要 2.5 厘米还是 3.5 厘米，得样衣出来之后再看效果，因为这就是一个感觉的东西，就是大一点小一点，左一点右一点，得来回调整。”林俐回了一个不忍直视的表情。

这个过程往往耗时耗力，“设计师很多是不懂打版的，或者懂得不多，他需要和版师反复沟通，时间成本和沟通成本就会很高。”王华民认为。

和林俐在同一公司的版师张宇也认同 AIGC 对版师们的威胁，版师要将设计师的 2D 稿子变成生产需要的 CAD 图，同时生产出样衣，供设计师进行修改。“2D 转 3D，这个活儿很专业也很套路化。现在一些复杂的版，我们已经不用自己立裁，而是把 3D 效果给到设计师去看，让他们直接在 3D 上做调整。”张宇说。

在凌迪的 Style3D AI 产业大模型中，只要将相应的服装拖入设计框，点击 AI 生成版片，几秒内可以将版片和 3D 效果独立出来。

“20 年后，当我们的模型足够大，设计师会变得更全能，因为他的工具更多了。”王华民补充，“到时候，最完美的情况是设计师自己设计，自己打版，甚至人人都可以成为设计师。”

3 电商不需要模特了？

除了设计师和版师，模特界也开始“地震”。

在电商平台的款式的详情页背后，是十几个人的分工协作，需要从请模特、摄影师、造型师、助理等+准备服装+影棚租赁 or 出外景+选片+修片+配图说明，成本百元到千元不等。

微博账号“浪猪灰头”曾发出一张模特摄影工作室的价格表：一天 8 小时拍摄，需要支出 3.6 万元。其中摄影费（包含 400 张修图）1 万，男模和女模费用超 2 万，化妆费 2000 元，搭配费 4000 元。

“请多个模特的话，得同时照顾几个模特的档期，大量的服装也需要提前熨烫和整理。而且照片数据大，数量也多，下载、制作、挑选的过程至少 5 天。我们一个服装专场至少 10 天就要上线，经常得招 20 个兼职人员才够

用。”“浪猪灰头”补充。

而在凌迪科技推出的 AI 产业模型中，这些人员和费用都可以省略，只需输入关键词，就可以生成“数字模特”。

输入“欧洲女子的脸型，中分长发，典雅气质，妆容干净”，就能生成对应脸型。

上传一个模特姿势图，就能生成对应姿势的模特图。

输入背景关键词“超现实主义背景，极简主义的建筑风格，画面充满活力，具有梦幻般的建筑空间”，就能得到多张对应风格的背景图。

数字人+3D 服装的 AI 组合拳，正在把一个款式的传播成本，拉低到无法想象。未来也许品牌方提供一件衣服的照片就可以组织一场走秀和直播。

“AI+3D 技术将改变传统的人货场模式。”王华民认为，“通过文生图，我们可以生成模特、生成背景、生成姿势，具体能省多少还没有衡量。我们主要是工具给到他，至于他们怎么使用，应用在哪些场景，能节约多少钱，就看他们如何使用这个工具。”

02

AI 技术路径之于服装，有何不一样

设计、打版、营销，在这三个环节，已经有“服装设计+AIGC”产品相继面世。

万事利丝绸与无界 AI 合作，探索 AIGC + 丝巾设计；

知衣科技与西湖心辰合作，推出服装产业模型“FASHION DIFFUSION”，要做服装行业的 Midjourney，在找款、改款与设计等场景中提升设计效率；

供应链服务企业魔鱼发布“魔鱼 GPT”，提高服装设计师提高工作效率；

凌迪科技 Style3D 发布的 Style3DAI 产业模型，提供 AI 预测趋势、AI 生成图案/版片/材质/图像等功能，试图构建起数字时尚产业的“基础设施”。

服装设计在过去也一直被 AI 赋能，这一轮 AI 与此前有什么不同？王华民认为，虽然都是 AI，但是 10 年前的 AI、5 年前的 AI 和这 2 年的 AI 各不相同，“一个人说自己是 AI 从业者，你得看看他干的是哪一个 AI。”

AI 行业经历了 RNN、GAN、Diffusion 等多轮迭代，此前的服装 AI 都基于 GAN，即用生成模型和判别模型相互竞争，生成模型用于创造一个看起来像真图片的图片，判别模型用于判断一张图片是不是真实的图片，两个模型一起对抗训练，最终两个模型的能力越来越强，最终达到稳态。

和 GAN 相比，Diffusion 模型只需要训练生成模型，训练目标函数简单，可以实现更优的图像样本质量和更好的训练稳定性。

王华民指出，“GAN 的可控性较差，很多东西停留在学术上或者论文上，Diffusion 比 GAN 更容易训练，同时将可控性整体上了一个台阶，训练效果也有了很大提升。”

基于 Diffusion 模型的 AIGC 有两个明显优势：

1 降低设计工具的使用门槛，提高行业渗透率

以往的服装设计工作，需要掌握绘画、PS 技能，而在本轮 AI 产业模型中，通过自然语言描述，就能直接生成设计图。

比如打开知衣科技的 FASHION DIFFUSION 使用界面，风格、款式、特征一目了然，只需选择款式、颜色、材质等选项，10 多秒，AI 就能生成 T 台走秀风格、淘宝抖音商品风格，以及 INS 小红书社媒风格等各种风格的款

式图片。

这样的便利性和“低门槛”背后，是知衣科技超 10 亿的服饰图片与 500+服装设计标签的行业沉淀，以及西湖心辰在深度学习方面的积累。

2 一个模型满足多个任务

传统 AI 的工作方式是一个任务训练一个算法模型，且各个模型之间彼此独立。比如要做图片搜索，训练一个模型；要做图片生成，再训练一个模型。

而大模型可以一个模型解决多个任务，比如 Style3D AI 产业模型提供 AI 生成图片、AI 生成版片、AI 生成材质、AI 生成图片等多种功能。

服装行业的设计图需要在 2D、3D 之间反复切换：

2D：是设计师最初在纸面上设计的内容，如草图或款式图。

2.5D：是版师基于款式图进行制版，是连接二维和三维的桥梁，可以称作 2.5D。

3D：3D 数字服装与数字人（Avatar）结合起来，有了可交互的方式。

2D：在服装展示环节，图形学技术通过渲染，把三维物体变成 2D 视觉效果，例如输出电商上新的图片或视频。

王华民认为，“一个模型可以完成这些模态之间的设计和转化——我想要干什么，我直接告诉他就行了，只需要在出口端设立不同的出口形式，这是理想状态。但也需要 2-3 年才能完成。”

目前 AI 生成的设计图，在精度、分辨率、细节、算力成本、制作成本、投产效率比都在测试中，距离商用还有距离。

郑泽宇认为，尽管有海量数据支持，但设计师到底想要什么，提示词怎么来，如何清晰描述出你想要的东西？还是一个问题，还需要通过关注趋势预测或者捕捉灵感去实现。

同时，大模型的可控性始终是隐患。王华民认为，怎么保证它出的图是你想要的，而且可以修改、怎么样去提升可控性稳定性，是 AIGC 商用的重要一环。“只不过我个人觉得，AI 里面的很多问题可能都是因为数据不够导致。”

03

AI 能否深入服装供应链？

“没有一个万亿级的行业能够像服装行业这样来适应 AIGC。”Style3D 创始人刘郴认为。

尽管这一波人工智能被冠以“第四次工业革命”，但郑泽宇觉得，相比起工业革命，目前 AIGC 对服装行业的改变还差点意思。

“工业革命发生在生产制造维度上，AIGC 更多在设计 and 时尚维度上，它确实会加速品牌迭代，但想要推动整个产业转型升级，我觉得它还不够。服装的周期长环节多，推动产业转型升级，还得是整个产业的数字化，而不是单一环节的调整。”郑泽宇指出。

“尽管我们希望以后人人都是设计师，消费者在 C 端通过 AIGC 设计一件自己喜欢的衣服，然后通过 C2M 直接生产，但中间还有很多环节没有打通。”王华民认为。

中国服装供应链已经从传统模式走向快反模式。亿邦智库认为，在小单、快反、个性定制等消费新需求驱动下，数字技术重构服装产业生态，倒逼工厂及上下游走向敏捷响应。

不断推广的 3D 技术、AR 制版、虚拟试衣也在不断缩短设计师的时间，提高产业链反应速度。

供应链的数字化似乎超出了 AIGC 的范畴，但郑泽宇认为，从设计师切入是牵引供应链升级的很好抓手，“设计定了，供应链、工艺、面料这些东西才能定。掌控了设计，就有对后端供应链的引导力。”

如何从设计出发，牵引供应链变革？郑泽宇认为，数据打通和流转仍然是核心问题——服装行业的数据极度分散，掌握在不同参与者手上，几乎不共享也不传递，这是服装行业数字化的瓶颈。对整个产业变革来说，数据打通是更急迫和更瓶颈的那个环节。

阻力是多方面的。“首先，大家不想要被打通的动力要远远大于打通的动力。”有从业者指出，“毕竟，一个工厂也不愿意告诉你产能是多少，如果告诉你，你就不会派超过我产能的订单；面料厂也不愿意把最新款出上传平台，防止抄袭。所以其中有很多的阻力。”

其次，有些环节的工艺始终难以数字化。比如面料环节很多企业没有 ERP，更不用提数字化。有服装品牌负责人告诉亿邦动力，“目前设计和生产的快反可以实现，但在面料环节，还是得提前备货，还是传统方式，因为面料涉及物理和化学等过程，还没有太强的快反能力，这个问题短期内也无法解决。”

究其根源，服装行业庞大而分散——这个行业是就业大户，能提供约 3 亿的就业岗位，但企业分散度极高，品牌存活周期平均不超过一年。“大家都生存在一个高度不确定的环境下，都有很强的危机感。”郑泽宇认为。

在这一背景下，如何实现服装从设计、生产、销售的局部协作与闭环？郑泽宇指出，Sheln 做了一个好示范——从订单的维度去打通整个产业链。Sheln 可以给工厂提供稳定的订单，工厂可以安心出货；Sheln 会把面料提前给到工厂，品牌也可以放心合作。

设计与生产打通的好处也立竿见影，从设计草稿到打版到下大货，如果品牌内部流程快，2~3 天可以实现下大货。

目前，知衣科技也在进行这样的数字化协作——从设计师构思开始，设计师选款时看了哪些图，选到哪个款，用了哪个供应商，用了哪些面料，谁来打版，线稿展样板图是什么样子，在哪个展厅，存放了多久，哪些品牌借出，最后谁下了单，下了多少订单，被分发到哪一个工厂，什么时候面料到仓，什么时候开始生产，什么时候出厂，工厂如何交付，这些所有流程都能用数据串联起来。一个设计师的款式，从设计到交付，全流程一两个月内完成。

在这个局部的产业链协同中，前端是数字化设计，中间是数字化款式匹配，后端是数字化供应链平台，“只有在这种协同下，才可以将 AIGC 的效率优势发挥出来。我们距离人人当设计师的时间，才会越来越近。”郑泽宇认为。

新闻三：谷歌在线购物引入生成式 AI，虚拟试穿成最新潮流（邦阅网、UEESHOP2023/07/07）

近日，谷歌宣布在其在线购物工具中加入了生成式 AI 技术，为的是能够给消费者提供更加便捷和个性化的购物体验。而这其中最引人瞩目的是，谷歌与多个时尚品牌合作，推出了虚拟试穿功能。

谷歌虚拟试穿功能

对于消费者而言，线上购买服装，与线下实体店最大的区别就在于无法体验产品，无法判断产品到底适不适合自己。这就导致服装品类，一直维持着较高的退货率。

谷歌推出的虚拟试穿功能，实际上就是针对这一问题的，因为只有当消费者获得良好的购物体验，消费者才会继续在谷歌上购物。

通过该功能，消费者只需要输入内容，就可以快速生成高质量的图像，从而看到衣服穿在不同体型、不同肤色、不同发型的模特身上的效果图。此外消费者还能根据自己的喜好或习惯，来对模特的姿势、表情、背景等进行调整。

对于消费者而言，这能够更加精准的判断出产品与自己的适配性，同时拥有较强的实际体验感，减少退货，提升购物体验。

而对于卖家来说，虚拟试穿功能，不仅能够大大降低退货率，节约退货成本，还能使消费者与产品建立更为紧密的联系，从而提升转化率。

AR 技术的广泛应用

谷歌方面从生成式 AI 方面发力，而此前 Facebook 则是将 AR 技术应用到了 Facebook Feed、Instagram Feed 和 Instagram 广告中。

Facebook 方面表示，AR 技术推广后，18 岁至 24 岁用户的广告回忆率提高了 87%。由此可见，AR 技术除了能够降低退货率以外，还能增加广告在消费者心中的印象，很显然这对于品牌塑造也是很有帮助的。

此外，Snapchat 虽然在规模和知名度上不如谷歌和 Facebook，但其在 AR 技术的运用上，却可以说是领军平台。Snapchat 很早就推出了 AR 滤镜和 AR 体验广告，这也成为其吸引普通用户和广告商的王牌利器。

如今，各大社交媒体平台，都在研究如何将 AR 技术、生成式 AI 技术，应用到自己的平台上，以便能够提升用户体验，从而抢占更多的用户和广告市场。

对于独立站卖家来说，这同样是一个非常好的机会，如果能够用得好的话，是能够带来销量增长的。因此卖家需要持续关注各大社交媒体平台的最新动态，并根据自己的实际情况，来试水各种新功能。

行业数据跟踪

上游数据跟踪：商业库存下滑、减产预期之下，国内棉价震荡上行

从原材料价格来看，截至 2023 年 7 月 7 日，中国 328 级棉价为 17419 元/吨，周涨幅为 0.66%，Cotlook 价格指数市场价为 91.75 美分/磅，周涨幅为 3.21%。截至 2023 年 6 月 30 日，粘胶短纤市场价、涤纶长丝市场价分别为 12900 元/吨、7340 元/吨，周涨幅为-1.53%、-1.87%，较年初增幅分别为 0.78%、-1.48%。国内棉价方面，近期下游纺企采购需求偏弱，但商业库存持续下滑叠加棉花减产预期，国内棉价震荡上行。国际棉价方面，美国棉花实播面积同比减少，供应端偏紧支撑美棉价格。但下半年美联储两次加息预期令美元指数整体延续偏强走势，我们预计未来将对美棉价格形成一定的压力（引用自“生意宝”）。

从人民币汇率来看，截至 2023 年 7 月 7 日，美元兑人民币汇率为 7.23，周涨幅为-0.39%，较 2022 年初涨幅为 13.48%。

图 5: 国内 328 级棉价变化情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

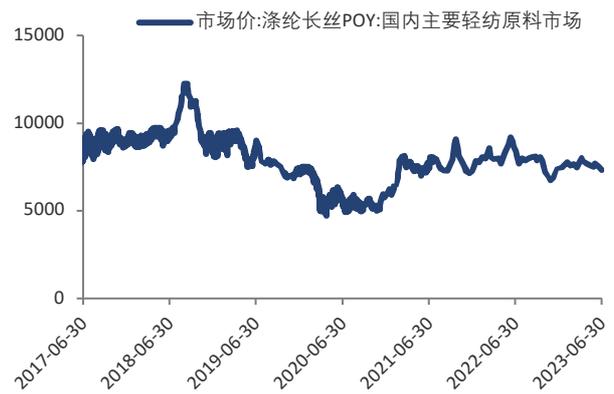
图 6: CotlookA 价格指数变化情况 (美分/磅)



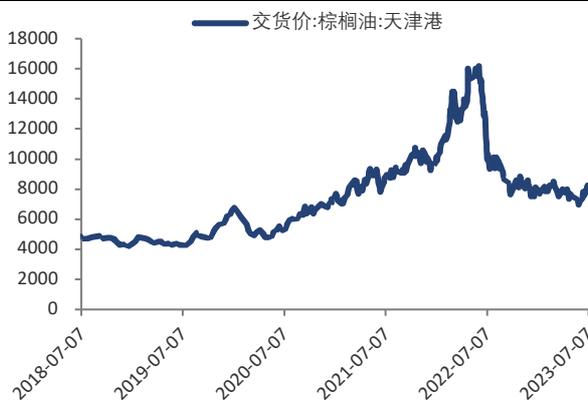
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：粘胶短纤价格变化情况（元/吨）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：涤纶长丝价格变化情况（元/吨）


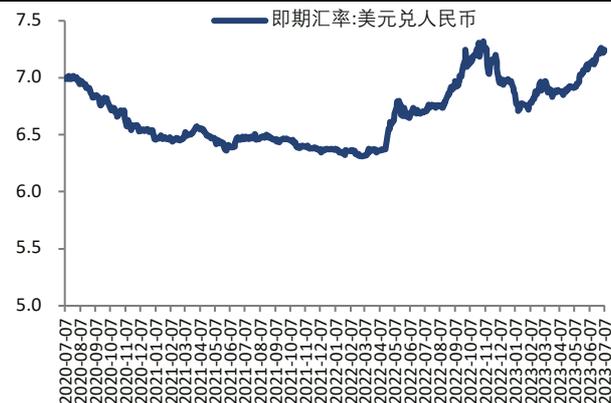
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：棕榈油价格变化情况（元/吨）


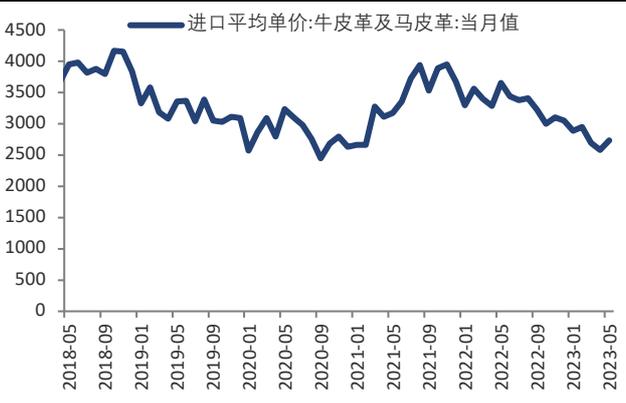
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：LDPE 价格变化情况（元/吨）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：美元兑人民币即期汇率变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：中国进口牛皮革平均价格变化情况（美元/吨）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

下游数据跟踪：5月服装零售温和增长，CAGR2为-2.41%

2023年5月国内服饰鞋帽针纺织品零售额为1076亿元，同比增长12.26%，两年平均复合增速为-2.41%；1-4月零售额为4653亿元，同增13.95%，实物商品网上零售额穿类增长13.50%。2023年1月由于大规模群体阳性后，居民多居家休息、减少外出，消费需求受到短暂影响。3-4月以来出行及户外活动恢复，服装等可选消费在低基数背景下实现强劲反弹，4月增幅持续扩大，复苏势头强劲。5月份消费需求进入稳健复苏阶段，呈现温和向好态势，但相对于21年同期仍有小幅下降。

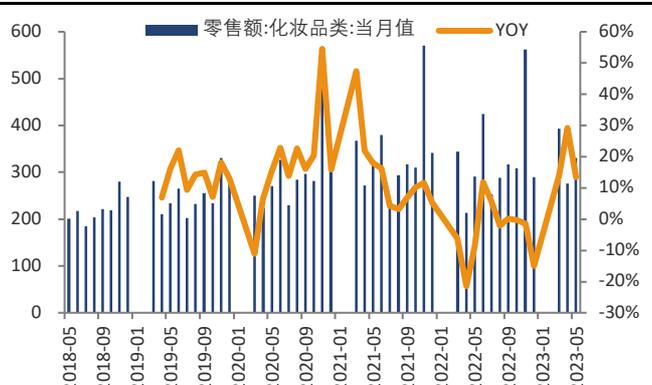
纺织服装出口方面，23年5月国内纺织品服装出口额为253.20亿美元，同增-13.37%；其中纺织品(包括纺织纱线、织物及制品)出口额为120.22亿美元，同增-14.30%；服装(包括服装及衣着附件)出口额为132.98亿美元，同增-12.51%。相较于去年四季度国内感染人数达到顶峰、海外去库存而订单停滞的供需两弱局面，23Q1经历1-2月逐步修复，3-4月海外订单有所回补，国内开工持续，供需有所改善。5月纺织品、服装出口增速转负，我们认为，主要系去年同期供应链恢复、出口高基数影响，叠加短期外需仍处于弱势，出口订单仍存在一定压力。

图 13: 国内服装鞋帽纺织品零售额增速变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 国内化妆品零售额增速变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 中国纺织制品出口额增速变化情况 (万美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

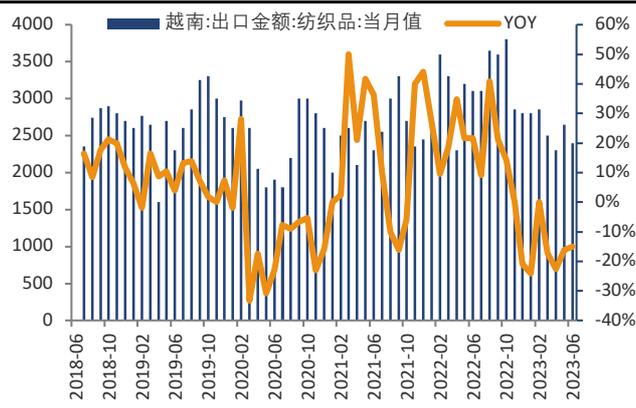
图 16: 中国服装出口额增速变化情况 (万美元)



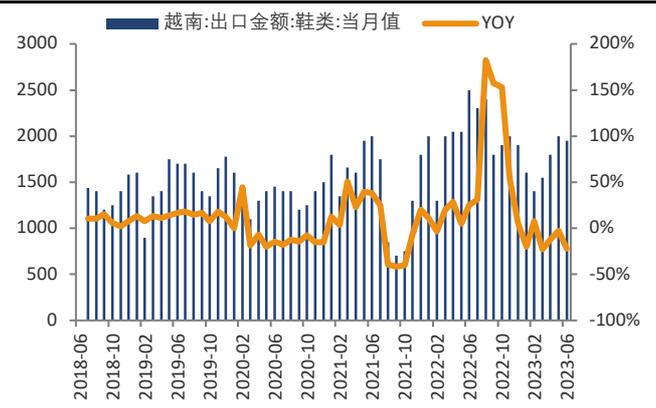
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

越南数据跟踪：6月越南纺织品鞋类出口降幅放缓，下半年有望走出低谷

短期受到全球主要经济体需求疲软影响，越南纺服及鞋类出口企业订单同比下滑，2023年6月越南纺织品、鞋类出口金额为31.0亿美元、19.5亿美元，同降15.07%、22.00%，较上月降幅大幅收窄，分别为1.06PCT、-19.56PCT，环比持续修复5.39PCT、29.32PCT。长期来看，越南制造企业将持续推进可持续发展战略、深度嵌入全球供应链，逐步实现从原材料出口向深度加工产品和高附加值加工制造产品出口结构的转移。《至2030年纺织和制鞋业发展战略及2035年展望》战略提出，到2025年越南纺织服装业力争实现出口额500至520亿美元，到2030年为680至700亿美元的目标。

图 17: 越南纺织品出口额及增速变化情况 (百万美元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 越南鞋类出口额及增速变化情况 (百万美元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

上市公司公告

表 1: 上市公司重点公告

代码	公司	时间	公告内容
300591.SZ	万里马	2023/6/30	万里马股东深圳东方合盈私募证券投资基金管理有限公司 - 东方合盈稳泰二号私募证券投资基金由于公司资金安排, 拟在 2023 年 7 月 24 日至 2023 年 10 月 23 日期间通过集中竞价方式减持万里马股份不超过 405 万股 (占公司总股本的 1%), 本次减持价格按照减持实施时的市场价格确定。
605138.SH	盛泰集团	2023/7/1	截至 2023 年 6 月 30 日, 盛泰集团持股 5% 以上股东雅戈尔服装通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 566.60 万股, 本次减持计划时间已届满。本次减持完成后, 雅戈尔服装持有公司无限售流通股份 9359.55 万股, 持股比例由减持前的 17.87% 变为 16.85%。
003016.SZ	欣贺股份	2023/7/1	欣贺股份董事王斌因个人原因申请辞去公司董事职务, 辞职后不再担任公司及其控股子公司任何职务。2023 年 6 月 30 日, 欣贺股份董事会审议通过聘任熊希为公司副总经理的决议, 任期自本次董事会审议通过之日起至第四届董事会届满日止。
600177.SH	雅戈尔	2023/7/1	自首次增持日 2023 年 6 月 30 日起至 2024 年 6 月 29 日止, 雅戈尔控股股东雅戈尔控股及一致行动人盛达发展、李如成、李寒穷拟继续增持股份, 累计增持股数不低于 4629 万股, 不高于 9258 万股 (含本次已增持股数), 首次增持与后续增持比例合计不超过总股本的 2%。首次增持后, 雅戈尔控股直接持股 16.19 亿股, 占总股本的 34.97%; 雅戈尔控股与其一致行动人合计持股 17.89 亿股, 占总股本的 38.64%。
603608.SH	天创时尚	2023/7/4	截至 2023 年 6 月 30 日, 天创时尚股东青岛禾天通过集中竞价方式累计减持公司股份 419.70 万股, 占公司总股本的 1.00%。本次权益变动后, 青岛禾天持有天创时尚 7323.98 万股股份, 其一致行动人李林持有天创时尚 417.03 万股股份, 合计持有公司 7741.01 万股股份, 约占总股本的 18.44%。
603365.SH	水星家纺	2023/7/4	截至 2023 年 06 月 30 日, 水星家纺通过集中竞价交易方式累计回购公司股份数量 246.65 万股, 已回购股份占公司总股本的 0.92%, 成交最高价为 14.57 元/股, 成交最低价为 12.49 元/股, 支付的总金额为 3294.37 万元 (不含交易费用)。
603511.SH	爱慕股份	2023/7/5	爱慕股份于 2023 年 7 月 3 日办理完成 2023 年限制性股票激励计划的首次授予登记工作, 本次激励计划首次授予日为 2023 年 5 月 22 日, 共计 811.10 万股, 涉及人数 145 人, 价格为 7.07 元/股。本次限制性股票授予登记完成后, 公司总股本从 4.00 亿股增加至 4.08 亿股。
603055.SH	台华新材	2023/7/6	台华新材控股股东福华环球于 2023 年 2 月 28 日至 2023 年 7 月 4 日通过大宗交易方式累计减持公司股份 1900.65 万股, 占公司当前总股本的 2.13%; 台华新材于 2023 年 6 月 13 日完成了 246.59 万股股权激励限制性股票的回购注销; 台华新材发行的“台 21 转债”于 2023 年 2 月 25 日至 2023 年 7 月 4 日累计转股 296 股, 导致控股股东及其一致行动人合计持有公司的股份比例被动稀释。本次权益变动后, 福华环球持股比例由 30.84% 变动至 28.79%, 台华新材控股股东及其一致行动人创投投资、施清岛合计持股比例由 54.14% 变动至 52.16%。

000726.SZ	鲁泰 A	2023/7/7	鲁泰 A 拟以自有资金回购公司境内上市外资股 (B 股) 予以注销并相应减少公司注册资本。本次回购资金规模为不超过人民币 2.00 亿元 (按照 2023 年 6 月 16 日汇率 0.9117 折算港币约 2.19 亿元), 回购价格为不高于港币 4.80 元/股, 回购数量为不低于 2700 万股, 不超过 5400 万股, 占公司目前总股本约 3.13%-6.25%, 占公司 B 股的比例约 9.92%-19.83%, 回购期限为自公司股东大会审议通过股份回购方案之日起不超过 12 个月。
-----------	------	----------	--

603116.SH	红蜻蜓	2023/7/8	红蜻蜓预计 2023 年半年度实现归母净利润 3500 万元-4550 万元, 与上年同期 2104 万元 (法定披露数据) 相比, 同比增加约 66.35%-116.25%; 预计 2023 年半年度实现扣非归母净利润 1500 万元-2550 万元, 与上年同期-489 万元 (法定披露数据) 相比, 同比增加约 406.75%到 621.47%。
-----------	-----	----------	---

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

重点公司估值

表 2: 重点公司 EPS 预测及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2020.HK	安踏体育	71.19	2016.53	25.24	20.69	17.32	15.31	2.82	3.44	4.11	4.65
2331.HK	李宁	35.92	946.79	23.12	19.31	15.82	13.45	1.55	1.86	2.27	2.67
3998.HK	波司登	3.02	329.36	13.73	13.49	11.57	9.70	0.22	0.22	0.26	0.31
603877.SH	太平鸟	23.73	112.46	60.85	16.59	13.80	11.75	0.39	1.43	1.72	2.02
300979.SZ	华利集团	53.01	618.63	19.14	19.85	16.51	13.77	2.77	2.67	3.21	3.85
2313.HK	申洲国际	69.16	1039.68	22.75	20.96	16.79	14.17	3.04	3.30	4.12	4.88
1368.HK	特步国际	6.70	176.78	18.31	15.59	12.65	11.56	0.37	0.43	0.53	0.58
002563.SZ	森马服饰	6.28	169.19	26.17	16.53	11.63	9.52	0.24	0.38	0.54	0.66
300993.SZ	玉马遮阳	11.12	34.26	16.85	15.44	12.93	11.01	0.66	0.72	0.86	1.01
605068.SH	明新旭腾	24.20	39.33	40.33	22.41	15.22	12.04	0.60	1.08	1.59	2.01
603558.SH	健盛集团	8.37	30.89	12.13	11.31	9.51	7.97	0.69	0.74	0.88	1.05
300888.SZ	稳健医疗	41.17	244.71	10.56	11.04	9.92	9.23	3.90	3.73	4.15	4.46
301177.SZ	迪阿股份	37.85	151.40	20.80	16.31	12.57	10.20	1.82	2.32	3.01	3.71
300918.SZ	南山智尚	13.60	48.96	26.15	20.92	16.00	13.47	0.52	0.65	0.85	1.01
002674.SZ	兴业科技	12.34	36.02	23.92	15.62	12.22	9.95	0.52	0.79	1.01	1.24
603889.SH	新澳股份	7.75	55.52	10.20	8.61	7.31	6.74	0.76	0.90	1.06	1.15
605189.SH	富春染织	16.60	24.86	12.67	8.38	6.19	4.66	1.31	1.98	2.68	3.56
605138.SH	盛泰集团	8.75	48.61	12.87	10.54	8.58	8.25	0.68	0.83	1.02	1.06
000726.SZ	鲁泰 A	6.86	52.06	6.29	6.47	5.62	5.12	1.09	1.06	1.22	1.34
601339.SH	百隆东方	5.59	83.85	5.38	6.73	5.43	5.08	1.04	0.83	1.03	1.10
002003.SZ	伟星股份	9.55	99.05	20.32	18.37	15.40	13.45	0.47	0.52	0.62	0.71
603055.SH	台华新材	10.74	95.64	35.80	18.20	12.64	10.13	0.30	0.59	0.85	1.06

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2023 年 7 月 7 日收盘价; 李宁、申洲国际、太平鸟、鲁泰 A、盛泰集团 EPS 值为 wind 一致预期。

风险因素

终端消费疲软风险: 经济增速下行, 消费信心指数不确定, 消费疲软导致服装和化妆品终端销售情况低于预期。

人民币汇率波动风险: 人民币汇率下行将有可能导致纺织出口企业营收缩水, 对盈利水平造成不利影响。

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究金榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ± 5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。